

货币局制度研究

The Study of Currency Board System

摘要：作为一种典型的经济制度，汇率制度同时具有制度本体的稳定性、制度应用的特殊性和制度适应效果的变化性。诞生于 19 世纪中期的货币局制度亦不例外。由于后两个特征的存在，使得简单地归纳货币局制度的优劣势变得不现实。本文分析了爱沙尼亚、阿根廷以及香港实行的货币局制度及其演进。研究发现货币局制度的某些优点对于某些特定经济体而言，有可能好过了头而变成了缺点，如阿根廷在本世纪初遭遇的经济危机。随着香港特区与美国经济周期的渐次脱钩，香港特区的资本市场泡沫日益显著，该地区采用的货币局制度已经显现出一定的价格扭曲。考虑到作为国际金融中心的基本定位，继续维持货币局制度仍有必要。但是货币当局应该考虑调整港币与美元锚定货币的汇率水平以降低价格扭曲带来的负面影响。

关键词：货币局制度 经济危机 锚定汇率

一、前言

Furubotn 和 Richter (1997) 定义制度为“一整套正式与非正式的规则，其中包括这套规则的实施机制。”汇率制度隶属于人类经济生活中的一种制度形式。汇率制度 (Exchange Regime, Exchange Rate System, or Exchange Rate Arrangement) 是货币当局对确定、维持、管理本国汇率变动的基本方式做出的一系列安排或规定，包括对本国（地区）货币比价确定的原则和方式、货币比价变动的界限与调整手段、以及维持货币比价所采取的措施等（黄薇，任若恩，2010b）。它通过决定名义汇率可变化的程度、范围以及变化的方式，直接影响着一国经济与国外经济联系的方式，是开放宏观经济决策中重要的组成部分。North (1996) 曾指出“在制度变迁中，相对价格的根本变化是制度变迁的最重要根源。……因为相对价格的变化会造成人际交往中个人刺激的改变。”

牙买加体系建立之后，世界各个经济体的汇率制度安排挣脱了对于贵金属的依附，成为真正意义上的信用货币。从完全钉住的硬汇率制度到完全自由浮动的软汇率制度，各国对于汇率制度的选择也从此变得百花齐放。作为一种典型的固定汇率制度形式，货币局制度的存在时间相比现代浮动汇率制度的历史更为久远。最早的货币局制度可以追溯至 1849 年毛里求斯采取的汇率制度 (Williamson, 1995)。这种制度安排对于金融管理者的回报要明显大于直接采用英镑化政策：一方面宗主国既可以享受一定的铸币税收入，又无需担忧在殖民地国家直接发行货币带来的副作用；另一方面那些用来作为保证金的外汇储备又能为金融管理者带来利息收入。对于在殖民地工作的英国非金融管理者而言，这种货币安排也具有明显的好处。首先该制度确保了货币发行纪律不受当地经济或财政表现的影响。其次，该制度把对于英镑的信心嫁接到货币局制度下的当地货币上。再次，商人们可以方便地随时实现本币与英镑之间的自由兑换，且不会出现汇率波动带来的汇兑损失。因此，20 世纪初期英国在其殖民地推广了这种汇率制度安排。20 世纪中期二战结束后，随着殖民地国家的相继独立，带有殖民色彩的货币局制度也渐渐衰落。货币局制度下锚定的货币种类已经从前殖民宗主国货币如英镑、法郎等转化为现在的国际（或区域性）货币如美元、欧元和新加坡元。

尽管各国（地区）的汇率制度选择不同，但均具有三个基本特征：制度本体的稳定性、制度应用的特殊性和制度适应效果的变化性。制度本体的稳定性主要指汇率制度在产生与延续方面所具有稳定性，以及汇率制度本身应具有一定的稳定能力。正如达尔文进化论认为自然选择以及与自然选择相关的生存竞争和渐变决定了物种的

演化与发展，汇率制度也具有类似的稳定特征。由于在外受到国际货币体系大框架的影响，在内受到国家的历史、文化与经济治理思想的影响，一国的汇率制度往往表现出一定的历史传承性（黄薇，陈磊，2012）。此外，由于汇率对于各国的经济个体存在广泛的影响，同时货币当局也存在人才培养、管理经验积累以及制度建设等多方面的成本。因此，一国的汇率制度安排往往会比较稳定，轻易不会做出大的改变。汇率制度本身应具有某种可持续的机制或规则。无论是硬盯住的固定汇率制度还是完全浮动的弹性汇率制度，均能够针对不同的形势与需求提供不同的内在稳定能力。那些无法在机制或者机理上保障制度可持续性的汇率制度形式将无法存活。

汇率制度具有的第二个典型特征是制度应用的特殊性。由于各国在经济、社会、文化等方面的背景存在差异，因此即使不同国家或者同一国家在不同时期，尽管采用了完全相同的汇率制度，但这种制度安排所带来的效果却会表现出差异。简言之，汇率制度具有一定的历史特殊性和应用特殊性。汇率制度的选择不仅受到一国资源禀赋、经济规模、经济基本面、发展目标、开放程度、经济管控能力的影响，而且也受到利益集团、党派偏好、政体形式、政治稳定性、选举制度等因素的制约。在分析和参考了众多研究之后，Frankel（2003）曾指出没有哪种汇率制度能对所有国家而言都是最佳选择，即使对于同一国家而言也没有一种汇率制度能适用于所有时候^①。此外，由于文化和意识形态差异，同一种汇率制度的实际实施方式在不同国家也多少存在差异。制度是人为确定的，对于“稳定”等概念认知的差异，造成了制度表达上的差异。例如，我们会发现很多声称浮动汇率的国家，其实行使的是稳定；而声称固定汇率的国家却允许汇率适当的浮动。

汇率制度的第三个特征是制度适应效果的变化性。由于国际政治经济格局的不断变化，过去合适的汇率制度安排未必在现在或未来依然合适。汇率制度的变化既包含货币当局主动的制度调整，也包括由于受到危机等外部冲击而出现的被动制度调整。很少国家能够固守某一种汇率制度安排，从一而终。通常情况下，出于经济战略变化或实际经济需求考虑，货币当局进行的汇率制度调整是谨慎而渐进的，具有显著的路径依赖特点。而当制度安排与经济实际需求之间存在错配，一旦受到内外部诱因的催化，经济体将经历剧烈的破坏性经济调整，即出现经济危机。随之产生的汇率制度调整是被动而刚性的，并伴随着其它经济关系的突然断裂。

货币局制度作为汇率制度中的一种制度安排亦具有以上提到的三个基本特征。正

^① Frankel, J. A. Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies[R]. KSG Working Papers Series No. RWP03-011, 2003: 1-37.

如一枚硬币有两面，各种汇率制度安排也都具有与生俱来的优势和劣势。本文第二节将针对货币局制度的基本特点、运行机制及其优劣势等方面，分析该汇率制度的基本稳定性特征。对于货币局制度的特殊性与变化性分析，最佳的方式则是通过个体的实际案例展开分析。因此，第三节将分别讨论三种典型的货币局制度案例：爱沙尼亚、阿根廷以及香港实行的货币局制度及其演进。最后一节为结论。

二、货币局制度及其表现

货币制度的变化与国家政治紧密相连。随着殖民地时期的结束以及地区的分合变化，货币局制度从鼎盛时期的约 70 个国家，变成现在仅有 12 个^②国家和地区仍在采用货币局制度。如果将采用相同东加勒比货币区的 6 个国家视为一个经济体，则目前实际采用货币局制度的国家或地区仅有 7 个。IMF 报告指出，对于那些没有独立法定货币或采取货币局制度的国家和地区，往往倾向于维持其汇率政策，除非当其经济发生较大的结构性变化。

1. 货币局制度的基本特征与运行机制

货币局制度（Currency Board Arrangement）属于传统锚定货币制度类型，是指政府以立法形式规定，承诺本币与某个特定外币之间以固定汇率无限制兑换的汇率制度安排，同时约定本币发行需要遵循“后备规则”（backing rule）（IMF，2013）^③。近年来采取货币局制度的基本机制，参见表 1 所示。这种特殊的汇率制度安排实际亦包含了对本币发行制度的硬性要求（Williamson，1995）。

货币局制度存在其内在的自动稳定机制。尽管不同国家在具体操作货币局制度时多少有些差异，但基本的运行机制是类似的：即货币发行按照法定汇率留存 100% 的外汇准备金作为发行本币的保证金。法定汇率的公信力建立之后，货币局制度可以在一定程度上利用市场自动实现汇率的稳定机制。当本币币值遭遇贬值压力的时候，即当市场上存在卖出本币买入外币的趋势时，发钞行可以利用法定汇率换取外币，并在市场上抛售外币收回本币。该制度下，可以通过发钞行自发调整货币供应的套利行为，维持市场汇率的稳定。

^② 采取锚定美元的货币局制度包括：东加勒比货币区 6 个国家（含安提瓜和巴布达、多米尼克、格林纳达、圣基兹与尼维斯、圣卢西亚、圣文森特和格林纳丁斯）、吉布提和香港特别行政区；锚定欧元的货币局包括：波黑、保加利亚、立陶宛；锚定新加坡元的货币局制度：文莱。但东加勒比货币区货币源于英国殖民时期货币，该货币行使锚定美元的货币局制度。

^③ 只有在拥有按照官方汇率折算的等额锚定货币作为发行本国货币的保证金后，才能发行本币的规则被称之为“后备规则”。

表 1 货币局制度国家一览表

国家或地区	锚定货币	最低储备比例	延续时间
东加勒比货币区（安提瓜和巴布达、多米尼克、格林纳达、圣基兹与尼维斯、圣卢西亚、圣文森特和格林纳丁斯）	2.7 东加勒比元=1 美元	60% 的 M0	1965-
吉布提	177.721 吉布提法郎=1 美元	100% 的 M0	1949-
香港	7.8 港币=1 美元	100% 的 M0	1983-
阿根廷	1 比索=1 美元	100% 的 M0	1991-2001
波黑	1 波黑马克=0.51129 欧元	100% 的央行货币负债	1997-
保加利亚	1.95583 列瓦=1 欧元	M0 及合意储备	1997-
立陶宛	3.4528 立特=1 欧元	100% 的央行货币负债	1994-
爱沙尼亚	15.6466 克朗=1 欧元	100% 的 M0	1992-2011
文莱	1 文莱元=1 新加坡元	70% 的央行活期负债	1967-

资料来源：International Monetary Fund (IMF). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions[R]. Washington DC: IMF, various issues, 作者整理。

2. 货币局制度在全球汇率制度安排中的演变

1999 年开始国际货币基金组织基于各经济体的汇率弹性、各种对汇率变化管制的承诺等，发布各国实际行使的事实汇率制度分类（黄薇，任若恩，2010a）。延续上世纪的萎缩态势，采用货币局制度的国家在过去十多年时间中呈现减少趋势，如表 2 所示。采用货币局制度的国家（地区）占有成员国（地区）比重从 1999 年的 7.6% 下降为 2013 年的 6.3%，2013 年宣布采取货币局制度的国家或地区只余下 12 个。

值得重视的是，货币局制度的萎缩趋势并不代表全球采用硬盯住汇率制度安排的国家在逐步减少。随着欧元区等货币区的发展，无法定货币类型国家逐渐增多。这些国家的数量从 1999 年的 6 个国家（地区）扩展为 2013 年的 12 个国家（地区），扩张了将近一倍。

表 2 IMF 各事实汇率制度占比 1999 年-2013 年

占成员国比重%	1999	2001	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1 无法定货币	3.2	3.8	4.8	4.8	4.8	5.3	5.3	5.3	6.3	6.8	6.8	6.8
2 货币局	7.6	7.5	7.0	7.0	7.0	6.9	6.9	6.9	6.9	6.3	6.3	6.3
3 传统盯住	31.4	31.2	29.9	28.9	33.7	37.2	35.1	29.2	36	34.7	31	33.5
4 爬行盯住	3.2	2.2	2.7	2.7	2.7	3.2	2.7	2.7	1.6	1.6	1.6	1
5 类爬行安排	4.9	2.7	2.7	0.5	0.0	0.5	1.1	0.5	1.1	6.3	6.3	7.9
6 水平带内盯住	4.3	3.2	2.7	2.7	3.2	2.7	1.1	2.1	1.1	0.5	0.5	0.5
7 浮动	13.5	17.7	24.6	28.9	28.3	25.5	20.2	24.5	20.1	18.9	18.4	18.3
8 自由浮动	31.9	31.7	25.7	24.6	20.3	18.6	19.7	17.6	15.9	15.8	16.3	15.7
9 其他安排	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7.9	11.2	11.1	9.1	12.6	9.9

资料来源：International Monetary Fund (IMF). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions[R]. Washington DC: IMF, various issues, 1999-2012, 作者整理。

注：其中 1-2 属于硬盯住汇率制度安排；3-6 属于软盯住汇率制度安排；7-8 属于浮动汇率制度安排

3. 货币局制度的优劣势分析

货币局制度的一个最显著特点是其货币发行与运行机制完全独立于政府。这一特点保障了货币纪律能够得到天然的保障，货币当局不会也无法为财政赤字提供融资支持。货币局制度常被提及的优点还包括：1. 汇率制度公开透明，有助于提升货币当局的美誉度，保障市场对于本国货币的信心；2. 有助于开展与锚定货币发行国之间的经济活动，消除汇率波动带来的不确定性和交易成本；3. 成为锚定货币的延伸，在一定程度上享受了锚定货币的优点（如国际货币等）；4. 货币的管理变得明晰且相对简单，发钞系统和金融市场间的相互作用下能够自动调整金融系统中的货币供应；5. 货币当局征收的准备金可以带来额外利息收益。

货币局制度的缺点与其优点一样突出。首先，由于货币局制度将货币发行与外币储备完全绑定，完全丧失了自我的货币政策空间（如利率与货币供应管理等）。货币政策空间的受限，不仅加重了财政政策的经济调整压力，同时也封闭了债务货币化的途径。其次，作为一种固定汇率制度，在面临较大外部冲击时，无法使用汇率变化来降低外部经济冲击带来的影响。再次，对于开放经济体而言，锚定货币发行国的货币政策亦被直接输入，尽管这些货币政策的方向可能与本国经济所需要的方向存在差异。最后，央行的最后贷款人角色受到限制，一旦出现银行危机，央行无法以提供流动性的方式来为市场提供信心支持。

还有一些特征与货币局制度本身的关系仍存争议，例如通胀。在传统经验中，固定汇率制度有助于抑制通胀。但是，也存在例外，例如当锚定货币发行国与货币局制度国家之间的生产与消费结构之间存在较大差异时，两者的国内通胀水平未必会趋同。此外，由于两国国内价格可能存在不同的变动趋势，固定汇率只能稳定名义汇率，而无法稳定实际汇率。因此两国（地区）间仍有可能出现相对的国际价格竞争力变动。在早期关于货币局制度的文献（Hanke 和 Schuler, 1998）中曾提出，采用货币局制度的国家可以通过选择锚定货币来约束货币发行国，有利于维护世界货币体系的稳定和效率。一旦锚定货币的发行国采取了不负责任的货币政策，采取货币局制度的国家可以用其他货币取代原锚定货币。但是，如果考虑那些现在行使货币局制度国家（地区）的经济规模或国际地位，这种制约力量恐怕太小，以至于几乎不会对锚定货币发行国造成任何约束。

由于货币发行受到严格的纪律约束，基本不受政府意志的影响，因此货币局制度被认为还是比较接近哈耶克（2007）在《货币的非国家化》一书中所倡议的货币创造机制，即货币发行应独立于政府的基本思想。然而，货币局的运行机制中需要一个来自外部的锚定货币。锚定货币表现、本国与锚定发行国的经济周期的匹配程度以及与本国外部平衡能力等是成为货币局制度能否取得稳定经济作用的关键性因素。维持货币局制度运转的机制并不复杂，管理成本较低。但是，如果综合考虑成本与收益，这种制度更适合于那些产业结构单一、经济规模较小、与锚定货币发行国经济联系密切的经济体。下一节中，将可以发现同样拥有货币局制度严苛的货币发行约束，爱沙尼亚的经济表现相对稳定，但阿根廷在货币局制度期间却遭遇多次金融危机的冲击。

三、货币局制度实际案例分析

从汇率波动角度而言，汇率制度的转型包含两个方向：从固定汇率制度向浮动汇率制度转变，或者从浮动汇率制度向固定汇率制度转变。由于货币局制度本身属于严格的固定汇率制度，因此它的转变要么继续保持固定，要么变得更加浮动。部分退出货币局制度的国家相当于继续行使固定汇率制度，只不过把锚定机制变成了直接的货币一体化，例如爱沙尼亚。由于在汇率的管理机制上变得更加简单，转换的成本与代价相对较小。有些国家则改变了货币发行机制，并使汇率制度向着更具弹性的方向变化，如前英国殖民地阿根廷。这种变化需要更多的汇率管理经验、足够的人才储备以及对于货币发行机制的特殊安排。

自 20 世纪 70 年代以来，以新自由主义为代表的贸易全球化和金融资本化成为世界经济发展的两大特征。尽管全球化概念并不是新生事物，西方市场经济的国际扩张已经持续了几个世纪。但是随着革命性的信息技术以及产业的分工化发展，国际间的贸易合作从传统的产品贸易扩展至生产链间贸易，国际金融化则表现为资本流动的自由化、资本交易的证券化、金融市场的一体化。在这种背景下，采用统一的货币（如欧元）或者硬盯住的汇率制度安排，似乎更能顺应时代的需要。但是，自 21 世纪以来陆续有国家退出货币局制度，一些国家比较成功地主动在可控条件下实现汇率制度的转变，但也一些国家在危机的驱动下被迫实现汇率制度的改变。

1. 爱沙尼亚货币局制度

1991 年爱沙尼亚政府宣布从前苏联国家中独立。出于加入欧盟的考虑，从独立到建立锚定马克的货币局制度，爱沙尼亚仅用了 10 个月时间。爱沙尼亚实行货币局制度的时期跨度从 1992 年 6 月至 2011 年 1 月。1999 年以前该国的锚定货币为德国马克，1999 年欧元区成立后转为锚定欧元。爱沙尼亚完全放弃了央行的公开市场业务功能，利率亦完全由市场决定。但在 1993 年 5 月之前（即采取货币局制度初期），该国实施了资本流动管制以保障货币局制度。

作为一个刚取得独立的小国，货币局制度的实施大大增强了市场对于新货币的信心。在货币局制度初期，政府实施的资本流动管制在最大程度减少了国内外汇资本的流失，起到了稳定金融的效果。1993 年颁布的《爱沙尼亚银行法》则进一步以法律的形式规定了中央银行的独立性。该法律的颁布增强了市场对于央行以及货币纪律的信心。实行货币局制度之后，爱沙尼亚的通货膨胀率从 1992 年 7 月的 24% 迅速下降为 1992 年 12 月的不到 4%。稳定的货币、有序的金融环境、较低的通胀水平，成为爱沙尼亚对于外资吸引力的重要组成。爱沙尼亚迅速成为了前苏联独立国家中最早呈现经济复苏的国家。

2011 年爱沙尼亚变更了货币，由锚定欧元的货币局制度转化为直接采用欧元。但这种变化仅仅是将欧元的延伸货币转变成直接采用欧元。加入欧元以后，爱沙尼亚的欧元发行与管理依据《马斯特里赫条约》规则进行。央行与政府之间继续保持相互独立的基本原则。由于货币制度并没有发生根本性变化，因此在货币制度改变前后，爱沙尼亚的经济表现并未出现波动，见表 3。

表 3 阿根廷与爱沙尼亚货币局制度改变前后主要经济变量表现

	阿根廷			爱沙尼亚		
	2001 年	2002 年	2003 年	2010 年	2011 年	2012 年
汇率制度	货币局制度	浮动汇率制度	有管理的浮动汇率制度	货币局制度	货币区（欧元区）	货币区（欧元区）
锚定货币	美元	-	-	欧元	-	-
GDP 增长率	-4.4%	-10.9%	8.9%	2.6%	9.6%	3.9%
CPI 变化率	-1.1%	25.9%	13.4%	2.9%	5.1%	4.2%
政府总债务占 GDP	53.6%	165.0%	139.4%	6.6%	6%	9.7%
经常账户占 GDP	-1.4%	9.0%	6.4%	2.8%	1.8%	-1.8%
名义汇率	1.000（比索/美元）	3.320（比索/美元）	2.959（比索/美元）	11.7（克朗/美元）	0.773（欧元/美元）	0.725（欧元/美元）

数据来源：CEIC

2. 阿根廷货币局制度

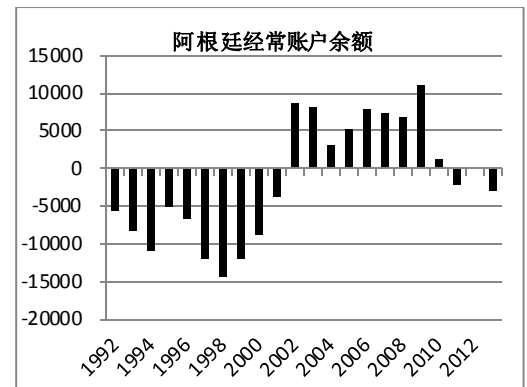
阿根廷于 1991 年通过了货币兑换法（Convertibility law），以法律的形式确立了货币局制度。该法律不仅规定了与锚定货币之间的汇率，而且确定该汇率的改变需经过国会立法方能实现。阿根廷的货币局制度亦存在其特殊性。例如，阿根廷货币当局允许采用外币计价的、具有较强流动性的、按市值计算的政府债券充当货币发行的储备，但比例不能高于 20%。不过这一安排并不影响货币局制度的约束机制发挥作用。此外，阿根廷也保留了部分央行职能和政策工具，例如管理银行间流动性的回购协议以及制定资本充足率的要求。

在货币局制度实行初期，阿根廷的恶性通胀得到了有效控制，通胀水平迅速从恶性通胀下降为两位数以内的 CPI 变动水平。价格的稳定带动了经济的稳定发展，1992-1994 年阿根廷的 GDP 增长率在 6%-8.9% 之间，位列拉美榜首。并在国际组织的支持下，克服了墨西哥危机带来的外部货币冲击，保卫了货币局制度。以该冲击作为契机，阿根廷实行了第二代金融改革，建立起颇受赞誉的市场约束机制 BASIC（Bonds, Auditing, Supervision, Information 和 Credit-Rating）银行监管框架。

图 1 1994-2001 年阿根廷比索多边实际汇率 图 2 阿根廷经常账户余额（百万美元）



数据来源：BIS



数据来源：IMF-BOP

尽管阿根廷政府采取货币局制度解决了过去长期存在的通胀问题，但由于汇率无法反映真实需求，出现了另一个令人头疼的问题：通货紧缩。1995 年之后阿根廷货币局制度中比索币值高估问题逐步暴露，并带了了恶劣的经济结果。经济出现过热苗头。1994 年到 1995 年 7 月期间，美联储采取了紧缩性的货币政策，连续 7 次提高联邦基金利率。这一政策调整使得 1995 年之后美元币值坚挺，相对其他货币持续升值。作为锚定美元的货币，阿根廷比索的实际有效汇率水平也随之扶摇而上，如图 1 所示。根据阿根廷央行提供的数据，2001 年底阿根廷比索相较 1991 年初实际汇率升值 34.4%。但是，阿根廷的经济基本面并不支持货币的升值，由于币值严重高估，该国经常账户亦再度出现持续的恶化，见图 2。^④随着贸易条件的急剧恶化，1995 年之后阿根廷经济社会出现了通缩。2001 年阿根廷通货膨胀率降至-1.1%，见表 2。通缩的出现不仅进一步推动比索的实际汇率升值，而且严重抑制了阿根廷的国内需求和经济活力。

阿根廷退出锚定美元的货币局制度比爱沙尼亚早了 10 年。由于经济基本面的持续恶化，导致 2001 年阿根廷爆发了金融危机：货币危机、银行危机、债务危机。2001 年 3 月由于公众对政府政策操作缺乏信心，银行出现挤兑。同年 11 月，阿根廷多家银行处于破产边缘，不仅限制取款，而且开始修改定期存款条款。2003 年 1 月，1 家银行被迫关闭，3 家银行被国有化。由于持续的经常账户赤字，加上货币局制度下对于财政的支持力度几乎没有，阿根廷政府财政持续赤字，2000 年外债总额为 1462 亿美元。2001 年由于偿债能力无以为继，爆发债务危机。2002 年 1 月，阿根廷宣布取

^④ 1995 年之前尽管美元币值水平相对稳定，但由于在 1991 年-1995 年期间阿根廷国内通胀水平远高于美国，阿根廷比索的实际汇率亦处于较高水平，导致其国际价格竞争力偏弱。

消货币局制度，比索的汇率制度被迫转为完全浮动的汇率制度。浮动之后，比索急剧贬值。新政府为了避免外资撤离，2002-2005 年以美元计价的债务被强制转换成比索债务。

阿根廷的经历说明在特定情况下一种制度优点亦可能转变为缺点。如果忽视与锚定货币间汇率的合理化安排，货币局制度本身的货币供应纪律，会从有效稳定价格的机制演变成引发经济危机的制度性隐患。汇率管理和运行的有序并不能保证该制度能适应经济体的实际需求。当一个经济体内部经济治理或调整能力下降，而官方兑换汇率不能及时调整以反映现实需求时，僵化的货币局制度对于经济体的危害将远大于其带来的好处。阿根廷在上世纪末遭遇金融危机并非是货币局制度本身的运行出现问题，而是该制度下产生的价格扭曲引致经济扭曲所造成的经济后果。

3. 中国香港特区货币局制度

香港特区的汇率制度被其货币当局称之为联系汇率制度（linked exchange rate regime），也属于典型的货币局制度类型。香港特区 1983 年 10 月采用联系汇率制度^⑤的直接原因是当时港币的不稳定性和急剧贬值趋势。1983 年 9 月期间港币平均贬值 7.2%。该汇率制度规定香港特区的三大发钞行（汇丰、渣打、中银）必须按照 7.8 港币兑 1 美元的兑换保证金向金管局提交等值美元进入外汇基金账户后，方可以换取负债证明书，并将其作为发行纸币的凭证。金管局在向发钞银行发行赎回为银行纸币提供支持的负债证明书时，发钞银行也必须按照 7.80 港元兑 1 美元的固定汇率以美元交易。

1998 年港币制度曾遭遇严峻的外部冲击，金管局通过加强兑换保证保障了该制度的稳定与延续。为进一步加强制度的透明程度、明确市场预期，2005 年 5 月 18 日香港金管局公开宣布港币兑美元的市场汇率水平为 7.75 港币-7.8 港币兑 1 美元的浮动带。一周以后，港币兑美元的上限提高为 7.85 港币兑 1 美元，即浮动带拓宽为 7.75-7.85 港币兑 1 美元（IMF，2006）。如市场汇率波动超过这一区间，金管局将应银行请求入市干预。由于操作目标的明晰，稳定货币局制度并不困难。这些针对汇率制度的微调和改进，可以帮助香港金管局进一步提高该制度的运作效率（王应贵，张媛，王婧，2013）。

货币局制度下的锚定货币通常都属于国际性或区域性的强势货币，具有较高的国

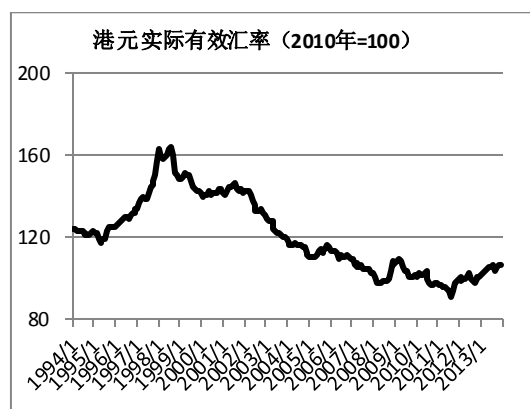
^⑤ IMF 将香港的汇率制度归为货币局（Currency Board），IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2012[R], IMF 2011. 本文采取香港特别行政区正式的官方称呼联系汇率制度（linked exchange rate system）。

际货币地位和较稳定的币值。其严格的发行纪律和汇率约束，有助于维护国内货币供应的稳定秩序。因此，这种制度对于治理通货膨胀问题通常非常奏效。在 2005 年人民币汇改之前，香港特区的物价水平持续维持在较低水平。与 1995 年至 2001 年的阿根廷类似，在本世纪初至 2004 年香港特区甚至出现过持续的通缩。由于地理因素与经济的快速融合，回归后的香港特区与中国大陆的经济周期渐趋同步。在 2005 年之后，人民币汇率制度改革及之后持续的升值帮助香港特区迅速摆脱了通缩的阴影，见图 3 所示。较高的区内物价水平在一定程度上帮助港币相对美元实际贬值。美元自 2002 年至 2008 年亦进入贬值通道。以上因素的综合反映，导致本世纪以来港币实际有效汇率长期处于贬值通道中，如图 4 所示。

图 3 香港特区 CPI 同比增长（%，季调） 图 4 香港特区港元实际有效汇率指数



数据来源：香港特区统计处



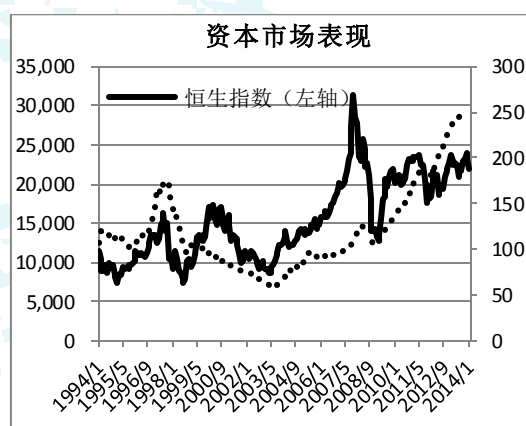
数据来源：BIS，2014 年 2 月

尽管借助中国大陆货币政策的影响，香港特区似乎回避了当年阿根廷遭遇的通缩问题。但是，却依然存在本地区与锚定国家之间的经济周期与政策周期错配问题。例如，从 1997 年香港特区回归以来至 2012 年，香港特区与中国大陆的 CPI 变动率之间的相关系数达到 0.65，而香港特区与美国之间的 CPI 变动率相关系数仅只有 0.1。但是，该地区的货币政策却因货币局制度而受制于美元强弱变化以及美国的货币政策影响。因此，在实体经济存在较高通胀的时期，在资本市场上即使存在着过热风险的时期，香港特区的利率水平却依然保持在相当低的水平，其实际利率为负，如图 5、6 所示。

伴随美国经济稳定性的下降，已经延续了 30 多年的锚定美元的货币局制度已经招致不少质疑，并涌现出大量关于香港特区汇率制度改革的讨论。其中绝大多数的讨论均涉及港币在美元和人民币之间的选择，例如罗翔（2006）、陈德霖（2011）、王

应贵、张媛和王婧（2013）等认为保持现有联系汇率制度有助于保障香港特区经济的繁荣；而李世刚和杨荣（2008）、林芷璇（2011）、曹彤（2011）、任志刚（2012）、李颖琦和王小利（2012）、崔蕊（2013）则已经开始探讨联系汇率制度的前景以及相关改革路径。但是，在讨论是否需要改革货币局制度之前，实际还存在另一个值得思索的问题：如果不考虑改革汇率制度，货币局制度是否还存在改良的空间？比如是否需要重新估计和确定货币局制度的锚定汇率。前文已经提及汇率制度本身是具有稳定性的，制度的更替必然会带来较高的调整成本。那么通过调整汇率制度中显著不合理的部分，应该可以不仅继续享受货币局制度带来的优点，同时亦可避免风险因素和扭曲因素的过度累积。

图 5 香港特区资本市场表现



数据来源：HKEx

图 6 香港特区基准利率（% pa）



数据来源：香港金管局

注：香港房地产价格指数取 1999 年为基期。

四、结论

Keynes 在二次世界大战的浮动汇率时期，曾指出如果国内物价稳定和汇率稳定不可兼得，应以前者为重，任由汇率浮动。Williamson 则认为汇率波动会危害投资，影响经济增长。也许对于那些由于环境变迁而已经不再适宜货币局制度的国家或地区而言，可以考虑转向一种中间汇率制度安排更为现实——既能够提供足够的稳定性以获得经济增长好处，同时也能包含足够的灵活性以避免硬性调整带来的冲击。但汇率制度的转变需要结合具体的实际情况加以调整。讨论汇率制度不能忽视其在实际运用中的个体特殊性和适用效果上的变化性。现存的汇率制度安排都有各自的优缺点，因此简单地论述一个制度的好坏，难以充分体现一个制度在某个国家某个时期的实用性。

货币局制度具有明确的货币供应纪律和高度透明化的管理特征，不仅减少了与锚定货币之间的汇率风险，而且其运行机制亦明晰简便。但是，该制度下的经济体将不得不放弃货币政策的独立性，其货币安排实际成为锚定国货币政策的延伸。因此，当该经济体与锚定国之间的经济周期存在较大差异时，这一缺点将变得格外显著。本文研究货币局制度的一个重要目的，既在于厘清货币局制度的一些基本事实，更出于对香港地区联系汇率制度命运的关注。

与其他汇率制度安排相比，货币局制度由于亦是货币的发行机制。因此，改变该制度将意味着相当大的成本，需要在运行机制、人才培养、制度建设、法律法规等方面做出较多准备。由于缺乏对于其他制度类型的考察，本文并不打算讨论香港联系汇率制度是否需要转换。但仅仅从货币局制度本身而言，这一制度形式依然有改进的空间。考虑到香港特区目前的经济基本面、资本市场表现以及人民币国际化影响等诸多因素的影响，调整港币与锚定货币之间的汇率水平应该是现阶段代价不仅具有可行性、而且相对代价也较小的政策选项。通过在一定程度上调整港币与美元的锚定汇率，既可以改善现有负利率下资本市场泡沫的积累速度，同时亦有助于稳定香港地区的物价水平，保障低收入人群的基本福利。如何确定合适的锚定汇率水平是汇率决定理论中的核心问题，囿于本文篇幅和主旨在此不做展开。

参考文献：

- [1]. 曹彤，港币的未来[N].第一财经日报 2011 年 4 月 18 日 A08 版
- [2]. 崔蕊，货币替代视角的香港人民币货币区研究[J]. 金融经济研究，2013（4）：3-13.
- [3]. 陈德霖，联系汇率制度[R]. 香港金融管理局，汇思，2011 年 8 月，http://www.hkma.gov.hk/gb_chi/key-information/insight/20110815.shtml
- [4]. 黄薇，任若恩，基于分层 K-means 聚类的事实汇率制度分类研究[J]. 世界经济，2010a(10):57-78.
- [5]. 黄薇，陈磊，金砖国家汇率制度演进研究——兼论危机前后金砖五国汇率表现[J]. 世界经济研究，2012（4）：28-34.
- [6]. 黄薇，任若恩，主流汇率制度分类方法及相关争论[J]. 国际金融研究，2010b(3):83-94.
- [7]. 李世刚和杨荣，香港联系汇率制度的困境与改革方向[J]. 生产力研究，2008（8）：

39-40

- [8]. 李颖琦和王小利, 后金融危机时代香港联系汇率制度争议及改革[J]. 北方经济, 2012(7): 10-11
- [9]. 林芷璇, 浅析香港联系汇率制度未来的选择[J]. 中国外资, 2011 (5) : 38
- [10]. 罗翔, 香港联系汇率制度利弊及可持续性分析[J]. 亚太经济, 2006 (3) : 59-62
- [11]. 弗里德里希·冯·哈耶克, 货币的非国家化[M]. 北京: 新星出版社, 2007
- [12]. 任志刚, 香港货币体制的未来[R]. 香港中文大学全球经济及金融研究所, 研究专论第9号, 2012年6月
- [13]. 王应贵, 张媛, 王婧, 外部冲击下香港联系汇率制度的完善与干预机制[J]. 亚太经济, 2013 (1) : 143-148
- [14]. Frankel, J. A. Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies[R]. KSG Working Papers Series No. RWP03-011, 2003: 1-37
- [15]. Furubotn, E. G.; Richter, R. Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics. Ann Arbor: University of Michigan press, 1997: 6-7
- [16]. Furubotn, E. G.; Richter, R. Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics. Ann Arbor: University of Michigan press, 1997: + The Financial Revolution, Government and the world Monetary System, ed. By Kevin Dowd & Richard H. Timberlake, Jr. Transaction Publishers, 1998
- [17]. Hanke, S. and Schuler, K. Currency Board and Free Banking [M]. in Money and the Nation State: The Financial Revolution, Government and the world Monetary System, ed. By Kevin Dowd & Richard H. Timberlake, Jr. Transaction Publishers, 1998
- [18]. IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction[R]. Washington DC: IMF, 2006: 301
- [19]. IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction[R]. Washington DC: IMF, 2006: 301
- [20]. IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction[R]. Washington DC: IMF, 2013:4
- [21]. North, Douglass C. Economic Performance through Time, in Empirical Studies in Institutional Change, ed. Lee J. Alston and others (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1996), 342-355
- [22]. Williamson, J. What Role for Currency Boards?[R] Policy Analyses in International Economics September 40. 1995 Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 1995

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

